

【法学研究】

股权众筹中的投资者利益保护:路径、基础与制度建构^{*}

刘 斌

摘 要:与国外股权众筹制度建立在小额融资的基础上不同,我国股权众筹制度遵循对公募与私募区分监管的逻辑,由此导致众筹的定性错误、运行混乱。股权众筹的正当性不在于其公开性,而在于其小额融资的微金融特点。传统融资制度下初创企业融资难是股权众筹制度产生的现实基础,股权众筹的特性要求放松事前管制,实行核准豁免或注册豁免。股权融资制度实施中出现的融资欺诈、信息不对称等问题并不能抵销该制度带来的社会利益增长效应,我国应在股权众筹自由化改革的基础上构建合理的投资者利益保护机制,包括设定合格投资者标准及众筹主体资格限制,强化对融资者行为的事中、事后监管,在承认众筹平台多样化、自治性的基础上予以分类管理等。

关键词:股权众筹;投资者;融资者;众筹平台;证券欺诈

中图分类号:D922.28

文献标识码:A

文章编号:1003-0751(2016)05-0060-07

众筹融资(crowdfunding)随着互联网的发展及小微企业的融资需求应运而生,是资本形成制度中的新面孔。作为替代性金融(alternative finance)的一种,众筹融资野蛮生长于传统金融体系之外,拓展了证券法的规制边界。^①股权众筹是众筹融资的重要类型,其发展对以投资者保护为基本价值取向的证券法提出了规制难题。^②在我国,人们对股权众筹的合法性尚存争议,实践中股权众筹在私募的范围内展开,涉嫌导致非法集资、众筹平台倒闭、履约欺诈等一系列问题,这些问题可能发生在资金募集过程中或者资金募集后的合同履行环节,提出了投资者利益保护的重要课题。^③以广为关注的全国首例股权众筹融资案“北京飞度网络科技有限公司与北京诺米多餐饮管理有限责任公司居间合同纠纷案”为例,法院对该案涉及的众筹融资交易持支持和鼓励态度,认为投资人和原告有权要求被告承担进一步披露信息的义务,同时,原告应当负担相应的审查义务。^④从开放性的视角来看,股权众筹的合法性一方面取决于其与既有法律制度的融合程度,另一方面取决于其自身的正当性基础。构建充分有效的投

资者保护机制不仅能促进股权众筹业务发展,还能成为股权众筹合法化提供正当性基础。

一、我国股权众筹的发展及规制现状

2014年是我国股权众筹业务发展元年。2014年11月,李克强总理在主持召开的国务院常务会议上提出开展股权众筹融资试点,鼓励互联网金融等融资方式更好地向小微企业和“三农”提供规范的服务。^⑤这是我国政府高层首次在公开场合肯定和支持股权众筹发展。2014年12月,中国证券业协会发布的《私募股权众筹融资管理办法(试行)》(征求意见稿)(以下简称《管理办法》)对股权众筹的主体、备案登记、信息报送、行业自律管理等设置了规则。2015年5月,国务院批转国家发改委《关于2015年深化经济体制改革重点工作的意见》,将开展股权众筹融资试点作为2015年的一项重点经济工作。随后,京东金融的“东家”、平安集团旗下的“前海众筹”、蚂蚁金服的“蚂蚁达客”三家众筹平台率先获得公募股权众筹试点资质。2015年7月,中国人民银行等十部门联合发布《关于促进互联网金

收稿日期:2016-03-26

^{*} 基金项目:国家社会科学基金项目“私募股权投资基金监管的立法模式及法律制度构建研究”(13BFX104)。

作者简介:刘斌,男,河南财经政法大学民商经济法学院讲师,法学博士(郑州 450002)。

融健康发展的指导意见》(以下简称《指导意见》),将股权众筹界定为通过互联网形式进行公开小额股权融资的活动。该意见的出台标志着我国股权众筹监管制度改革迈出了十分重要的一步。

传统证券法对股权众筹的规制以公募与私募的划分为逻辑基础,认为公开发行股票涉及不特定投资者的公共利益,必须置于公权力和社会公众的强力监管之下;私募股权则仅针对风险辨识能力和抵御能力较强的特定投资者,因而无须公权力和社会公众的强力监管。^⑥从现行立法来看,我国《证券法》第10条规定公开发行股票实行核准主义,“未经依法核准,任何单位和个人不得公开发行股票”。对于股票公开发行,发行人需要满足我国《证券法》、国家证券监督管理委员会发布的《首次公开发行股票并上市管理办法》等一系列法律规范的严苛要求。对处于初创阶段的小微企业而言,公开发行股票并不现实,不通过《证券法》规定的核准程序发行股票又可能构成非法集资,这直接导致我国目前实践中的股权众筹并非真正意义上的股权众筹,而是所谓的私募股权众筹或者“中国式股权众筹”。

一种商业模式的成长往往有着深刻的社会经济基础。我国现有的股权众筹平台一般通过会员注册、合格投资认定等方式将投资者的范围特定化,以避免陷入公开发行的窘境。比如,天使汇就采取会员制确定投资者,并在此基础上设立了人民币300万元的准入标准,以突出其私募属性。从业务模式来看,我国现有股权众筹平台采取的“有限合伙模式”“有限责任公司股权代持模式”等都只是互联网化的私募,这种做法将直接导致“群众的力量”不能发挥作用,而“群众的力量”恰恰是股权众筹制度得以运行的根基。^⑦换言之,这种做法已经偏离众筹融资制度的目的,势必成为“小众金融”而非“大众金融”。2013年美微传媒有限责任公司通过淘宝网公开出售原始股的做法被证监会叫停,就是违犯证券发行监管制度而被依法管制的典型事例。

股权众筹作为一种商业模式弥合了传统公募与私募的界限,突出了小额融资的本质属性,使得建立在公募与私募划分基础上的证券监管制度面临诸多不适。我国《证券法》对公募与私募进行简单划分,在此基础上界定公募的核准标准,体现了这样的逻辑:非公开发行股票可以豁免核准,公开发行股票则需要经过监管者核准。诚然,公开发行股票涉及不特定

投资者的利益,然而,是否所有的不特定投资者都需要同等保护?对此值得质疑。比如,公开发行股票核准是建立在投资者缺乏风险判断与承担能力的基础上的,那么,如果股票发行仅面向不特定的合格投资者或者超过200人的合格投资者,则对其实行核准的价值基础何在?在此类发行中,合格投资者具有充分的风险识别能力和投资经验,可以自我保护,过多监管实际上体现了“家父主义”的规制立场。在美国联邦证券法上,不但存在对私募发行的豁免,还存在对州内发行的豁免^⑧,以及对年发行证券价值超过500万美元的合格豁免^⑨、不超过500万美元的有限发行豁免^⑩、100万美元及以下的小额发行豁免^⑪等多种注册豁免规则。通过构建宽严不一的股票发行豁免规则供发行人选择,能够满足不同类型企业的多元化融资需求。不论从价值基础还是比较法上来看,我国《证券法》对股票公开发行采取“一刀切”式的监管都显得非常粗陋。

对于投资者保护而言,公募与私募的界分仍然意义重大。在公募发行中,投资者获得保护的基础是信息公开。充分、全面、及时的信息披露,是投资者保护制度的核心内容。^⑫基于有效的市场信息,投资者有能力作出合理的决策。在私募发行中,从理论上讲,投资者有足够的进行自我保护,可以被界定为合格投资者,其不用借助于针对公募发行的信息披露制度来保护自身权益。^⑬股权众筹制度兼具公募与私募的属性,该制度内容中既有关于公募的融资者强制信息披露责任以及中介的诚信义务,也有关于私募的合格投资者管制,因而混合了公募与私募的界限。我国现行对公募与私募相区分的股票发行监管体制缺乏坚实的价值基础与合理的规范逻辑,未能契合不同类型企业的股票发行需求,这样的体制在互联网金融时代明显滞后。股权众筹融资的特点不在于其面向投资者的多寡,而在于其小额金融、微金融(micro-finance)的属性。这一特征决定了股权众筹的相关法律问题不能在传统公募与私募的界分中得到解决,而应当综合考虑股权众筹的公募与私募面向。我国股权众筹业务亟须“松绑”,其未来发展要经历从私募众筹到公募众筹的转向。

二、股权众筹核准豁免:投资者利益保护制度的基础

20世纪90年代以来,互联网快速发展,而互联网法律仍然停留在互联网初建阶段。股权众筹发展

中出现的大量欺诈问题,对完善互联网金融立法提出了新课题。股权众筹核准豁免规则的设定涉及大量的价值判断,是关涉投资者保护制度设计的基础问题。美国作为众筹融资自由化改革的先行者,其《初创企业推动法》(the Jumpstart Our Business Startups Act,以下简称“JOBS 法”)的通过伴随着激烈的争议。共和党控制的众议院通过了股权众筹注册豁免合法化的议案,民主党控制的参议院则要求国家为投资者提供通常保护,这将不可避免地推高融资成本。^⑭虽然最后参众两院达成妥协通过了“JOBS 法”,但股权众筹注册豁免的正当性与投资者保护的相关性问题仍值得进一步探讨。从美国联邦证券法设定众筹融资注册豁免规则的进程来看,我国设立股权众筹融资核准豁免规则有多个理论支点,同时面临诸多反对意见。

1. 传统金融模式下初创企业融资难是股权众筹制度产生的现实基础

现实中具有增长价值的初创企业普遍存在融资难的问题,利用传统融资方式解决这一问题往往无效或者成本过高。^⑮面对缺少抵押品的初创企业,商业银行、私募基金、风投基金等机构投资者多将其拒之门外。天使基金等机构投资者更多关注的是如何在短期内获取数倍甚至数十倍的投资回报,而不是初创企业创造了多少就业机会。美国有学者发现,部分小企业甚至选择利用信用卡进行融资,其融资困难可见一斑。^⑯美国之所以容许小额融资注册豁免,是因为其资本市场上的小额融资囿于 1933 年《证券法》规定的注册费用较高,以及美国证券交易委员会为发行数额较小的股票和小企业发行股票提供了便利政策。在小额股票发行注册豁免之外,2012 年生效的“JOBS 法”设立了众筹融资注册豁免机制,其对象是发行人每年最高合计不超过 100 万美元的融资。与联邦证券法的改革相适应,美国对堪萨斯州、密歇根州、威斯康星州等州内的证券发行实行注册豁免,从而为股权众筹的发展廓清了障碍。在我国,中小企业融资难的问题非常普遍,前述美国小企业利用信用卡进行融资的情况在我国小企业中大量存在。目前我国股票公开发行的成本往往高达上千万元,这对中小企业而言是一个很沉重的负担;创投基金、风投基金等机构投资者在解决中小企业资金需求问题上存在诸多局限性。这种情况与中小企业在国民经济和就业市场中的重要地位极不相

符,亟须国家立法对中小企业融资予以扶持。

2. 股权众筹中的证券欺诈现象使得关于核准豁免与注册豁免异议丛生

股权众筹中证券欺诈问题的复杂性表现在两个方面:其一,放松管制可能带来大规模欺诈;其二,执法部门在应对大规模欺诈时力不从心。就前者而言,有学者指出,凭借互联网平台,证券欺诈可能加剧公众的信息不对称劣势;^⑰有学者认为,股权众筹登记豁免规则将导致欺诈现象迅速增加。^⑱1992 年,美国证券交易委员会为了便利小企业融资而修改了其制定的规章《D 条例》(Regulation D)第 504 条,允许非营利性企业在 12 个月内发行价值不超过 100 万美元的证券。这一修改导致了大量证券欺诈案件,其中最典型的欺诈行为是“拉高与出仓”(pump and dump);^⑲作为对证券欺诈行为的回应,美国证券交易委员会于 1998 年对《D 条例》第 504 条进行了补充性修改,将合规性标准恢复到 1992 年之前的水平。上述事例实为前车之鉴。在证券执法层面,有学者认为,从众筹网站的角度来看,其有着打击欺诈、发展平台的内生激励,能够通过自身努力防止欺诈现象发生;^⑳从众筹行业的角度来看,如果其不能在与传统金融业的竞争中保持较强的竞争力,投资者就将用脚投票,转向其他金融市场,因而整个众筹行业都存在防止欺诈的激励。不过,即便这两种情况都存在,也避免不了众筹行业中有“害群之马”,特别是在企业诚信体系尚不健全的当前,我国对证券欺诈问题应当更加关注。

3. 对投资者利益保护不足是股权众筹制度的“软肋”

在股权众筹中,投资者同时面临商业风险和法律风险。就商业风险而言,股权众筹虽然能解决初创企业的融资难问题,但由于初创企业经常提供未经市场验证的产品或服务,所以即使初创企业在经营中合法守规,其固有的商业风险也不能通过立法的方式予以避免。据统计,在美国,大约 80% 的新设企业在 5—7 年内经营失败或者难以为继。^㉑就法律风险而言,对股权众筹实行注册豁免将导致证券法设立的投资者保护制度受到冲击。在美国,证券法对投资者利益的保护主要表现在两个方面:其一,要求证券注册过程实行信息公开,如联邦证券法规定了强制性的信息披露义务,各州的蓝天法(股票买卖控制法)设立了实质审查机制;其二,联邦及州

的证券法中都有大量的反欺诈规则。^②就前者而言,联邦及州双重层面设定的股权众筹登记豁免规则将使投资者保护目的落空;就后者而言,反欺诈规则只能作为一种事后救济措施,并不能预防欺诈。投资者利益得到保护的关键在于相关措施启动于欺诈行为发生之前,而非等到欺诈者已经卷款潜逃时。^③此外,与传统证券市场不同,众筹市场严重缺乏流动性,实践中并不存在一个可供投资者出售或者交易其对初创企业投资份额的公开市场。^④

4. 股权众筹中的信息不对称问题亟须应对

众筹融资实践中存在柠檬市场(the market for lemons)问题。由于信息不对称,有的证券发行人通过夸大项目回报等方式吸引投资者,其他发行人迫于竞争压力也不得不采取类似的手段,结果形成充斥着虚假信息的市场。^⑤根据有效市场假说,通过弱化信息不对称可以提高对投资者的保护程度,互联网所带来的信息共享就能在一定程度上减少信息不对称现象。在网络信息快速交互的条件下,虚假信息发布之后数小时就会被数以百万计的人员所知悉,其欺诈性很快暴露在公众面前。^⑥

通过上述分析可以看出,小微企业的融资需求是股权众筹制度产生的现实基础,股权众筹发展中出现的融资欺诈、信息不对称等问题都落脚于投资者利益保护问题。股权众筹制度兼具积极性与消极性两方面效应。从法律经济学的角度来看,如果股权众筹制度带来的社会效益超过了其招致欺诈问题等负面效应,该制度就具有经济合理性。正如有学者指出,欺诈所造成的损害将会被富有创造性的公司在融资过程中节约的成本所抵销。^⑦2011年有美国学者预计,如果放开股权众筹注册限制,未来5年内将产生超过50万家公司,造就超过150万个工作岗位。^⑧2013年世界银行发布的《发展中国家众筹发展潜力报告》将我国视为最具有众筹发展潜力的国家,预计到2025年我国众筹融资额将达到500亿美元。^⑨如此巨大的市场潜力和数量庞大的投资者势必对我国经济发展和就业等产生积极影响,监管部门不应当对众筹融资这一新型金融的发展需求视而不见,更不应因噎废食。众筹融资发展中固然存在融资欺诈、投资者利益保护不足、信息不对称等问题,但这些问题都可以通过相应的法律制度予以解决。在世界范围内,资本市场上普遍存在放松管制(deregulation)和竞次现象(race to the bottom),过分

保守的监管态度将导致我国在与其他国家的制度竞争中处于下风,也不利于我国经济社会发展。

三、我国股权众筹中的投资者利益保护制度建构

在股权众筹中,投资者面临多种风险,包括发行人虚假陈述、发行人违约、投资者对风险的错误认知等。^⑩在传统的股票公开发行中,由于监管部门的介入,普通投资者可以借助于公权力获得保护;在传统的股票私募发行中,合格投资者被认定为具有专业投资技能或者较强风险负担能力的投资主体。对于股权众筹而言,如果基于其小额融资的属性而对其进行核准豁免或注册豁免,就将产生改革投资者保护制度的现实需求:由于股权众筹的公募属性,其发行人需要进行信息披露;由于股权众筹实行核准豁免或注册豁免,投资者需要被划定范围;此外,众筹平台和发行人也要负担相应的义务。

1. 合格投资者标准的设定

在股权众筹中,对于投资者的利益应当从两个方面予以关注:其一,投资者易受证券欺诈行为侵害,有必要对其进行特殊保护;其二,投资者参与股权众筹是其享有的一项金融权利,是普惠金融的要求。按照联合国发布的《建设普惠金融体系》,在普惠金融下个人、家庭、企业等主体能够通过合理的价格获取各种金融服务,包括贷款、储蓄、保险、投资等。^⑪对于普通投资者而言,传统的私募证券市场门槛较高难以企及,股权众筹作为金融普惠的重要途径,是其进行投资的重要渠道。如果对这一投资渠道的限制过于严格,难免有限制投资权利之嫌。比如,我国台湾地区以“创柜板”为小额融资提供平台,限制了大部分民众的投资选择,徒留“众筹”之虚名。与此类似,《管理办法》确立的私募股权众筹也不能发挥股权众筹的业务优势。

在设定股权众筹注册豁免规则之后,美国证券法律为投资者提供的直接保护主要是投资额度限制,即“投资帽”(investment cap)制度。“JOBS法”对众筹投资者的投资额度作了有区别的设定:如果投资者的资产净值与收入总和少于4万美元,其投资额上限为2000美元;如果投资者的资产净值与收入总和少于10万美元,其投资额上限为其收入的5%;如果投资者的收入超过10万美元,其投资额上限为其收入的10%。^⑫有学者认为,通过设定投资额度限制,可以避免投资者受到重大损失,即使众筹项

目失利,投资者的经济状况也不会受到严重影响。^③另有学者指出,这一论断在保守型或者储蓄型国家或可成立,而美国并非此类国家,从家庭平均可支配收入的角度来看,一单股权众筹投资的损失将导致美国一个家庭近三年储蓄的丧失,将造成投资者的生活难以为继。^④在英国,合格投资者除了专业投资者、认证投资者以外,还包括满足特定收入或资产条件的投资者,即年收入不少于 10 万英镑或者净资产不少于 25 万英镑,且不能在众筹业务中投资超过其可投资资产净值的 10% 的投资者。^⑤在法国,2014 年 10 月生效的股权众筹豁免法规规定发行人在 12 个月内的融资额上限为 100 万欧元,但该法规未对投资者设定投资额限制。^⑥

笔者认为,我国立法对合格投资者设定投资额标准不能照抄国外立法,而应当基于我国经济社会发展状况。首先,就国民收入水平而言,我国人均可支配收入远低于发达国家,应当将人均可支配收入作为投资限额的计算基础。以 2014 年为例,我国居民人均可支配收入为 20167 元^⑦,与美国家庭平均可支配收入相差数倍,故投资数额也应适当降低。其次,就国民投资性格而言,我国公民有着强烈的储蓄偏好,因而可以适当提高投资者的风险承担比例。比如,2013 年年末,北京市城乡居民人均存款余额为 112292 元^⑧,与美国的储蓄低迷形成强烈反差,基于此,监管者可以将储蓄额度纳入设定投资额标准的考量因素之中。最后,就国民的投资风险承受能力而言,不同国家的公民之间存在接受投资教育程度的差异,对待投资失败的态度和行为也各异。从《管理办法》对合格投资者的界定来看,该办法选取的投资额标准与社会现实严重脱节,对投资者范围的设定不能充分满足股权众筹的要件。该办法第 14 条规定,合格投资者必须是金融资产不少于 300 万元或最近三年内年均收入不少于 50 万元的个人,上述个人除能提供相关财产、收入证明外,还应当能辨识、判断和承担相应的投资风险,这一规定限制了投资者的普遍性,不符合股权众筹的金融普惠属性,倒向了私募监管的思路。笔者认为,我国立法在股权众筹的投资者限制问题上,宜采取美国的分段规制方法,既尊重一般投资者的权利,又对专业投资者设定投资额限制。

2. 发行人的主体与行为规制

股权众筹实行核准豁免或者注册豁免,使得传

统证券法通过信息披露制度解决信息不对称问题的路径受到了阻却。基于股权众筹的微金融属性,国外股权众筹立法多通过限制发行人的融资额度及设置适当的信息披露义务来实现当事人之间的利益平衡。比如,美国“JOBS 法”对众筹发行人设定了多方面限制:其一,必须是一家美国公司。其二,该公司在 12 个月内可以进行不超过 100 万美元的融资,通过贷款、捐赠等方式获得的融资额度不计算在内。其三,发行人必须披露其名称、法律地位、组织、地址、网站、董事等信息。其四,融资者根据融资金额的不同,负担不同程度的文件提交义务:融资金额不超过 10 万美元的,提交纳税申报单;在 10 万—50 万美元之间的,提交独立的第三方会计审核的财务报告;超过 50 万美元的,提交审计报告。^⑨在英国,众筹发行人在 500 万欧元的额度范围内享有募集说明书报告豁免权利。^⑩在法国,众筹发行人可以获得核准豁免,其融资额度为 12 个月内不超过 100 万欧元,同时要披露投资者需要知悉的基本信息。^⑪

在发行人的融资额度方面,《管理办法》的规制对象是私募股权融资行为,并未对小额融资设定限制。我国未来立法应当对公募股权融资逐渐松绑,设定适当的融资额度限制。基于国内小微企业的融资需求、居民可支配收入、其他融资渠道的通常额度、国外众筹融资的自由程度等因素,监管者应当选取一个适当的上限标准,如可设定为“12 个月内不超过 100 万元”。在融资者负担义务方面,《管理办法》第 11 条、第 13 条规定了融资者的初始信息披露、持续信息披露、欺诈发行禁止、承诺收益禁止、重复融资禁止、公开劝诱禁止等义务。然而,该办法的适用对象是私募融资,其在公开劝诱禁止等方面的规则并不适用于公募众筹,由于公募众筹的公开发行业属性,融资人仍应负担相应的信息披露义务。同时,由于公募众筹的小额金融属性,融资人的信息披露义务应较传统公募下有所软化或者简化,以保持公募众筹的融资效率。如前所述,股权众筹项目的商业风险和法律风险都显著高于传统的证券市场融资行为,但由于小额融资所要求的信息披露义务比较简化,所以如何维持同样的市场公正、打击证券欺诈就成了一个非常棘手的问题。笔者认为,在我国,只有改事前监管为事中、事后监管,这一问题方有解决的可能。按照弱化事前监管程序以提高融资效率,同时强化事中、事后监管的思路,我国立法应当

对融资者课以更多的事中、事后责任,包括但不限于欺诈发行、虚假陈述等方面的严格责任。

3. 众筹平台的义务强化

传统证券发行往往涉及证券公司、律师事务所、会计师事务所、信用评级机构等中介机构,这些机构为证券发行人提供尽职调查、审计合规、信用评级等方面服务,强化发行人的初始信息披露义务,间接保护投资者利益。即使在自由度较高的私募发行中,投资者也往往雇用专业的中介机构对相关信息进行核查,以实现自我保护。然而,在股权众筹业务中,发行人与投资者之间往往并无中介机构介入,二者之间的唯一关联是媒介即众筹平台。股权众筹业务中众筹平台的法律地位在各国立法上存在差异。

在美国,根据1934年《证券交易法》的规定,证券经纪商是以为他人代理事实证券交易为业的任何人。^{④2}在“JOBS法”中,众筹平台的法律地位被界定为信息中介,而非传统意义上的证券经营商。众筹平台可以选择注册成传统的经纪商或者交易商,也可以选择满足“JOBS法”规定的条件而获得注册豁免。如果选择注册豁免,众筹平台就不能发布众筹广告,不能劝诱投资者,不能为其雇员的劝诱行为负担费用,不能经手资金交易和证券交易。^{④3}欧盟对众筹平台的规制取决于其业务类型:众筹平台如果发行股份,就需要满足金融工具市场的相关指令;如果募集和持有资金并在募集失败时将资金返还给投资者,就需要满足支付服务方面的指令;如果为投资者提供建议,就需要满足金融服务市场的相关指令。^{④4}前两种平台业务涉及资金池问题,受到较严格的管制,后一种平台业务主要涉及中介服务问题,受到的管制较为宽松。为了加强对众筹平台的监管,英国金融行为监管局(FCA)要求众筹平台必须获得许可方能从事金融推介活动。^{④5}法国政府规章为众筹平台创设了一种新的法律地位(类似于众筹投资咨询者的角色),要求众筹平台获得资格许可并进行注册、购买责任保险,众筹平台负担的义务包括信息公开、投资者教育、风险报告等。^{④6}

在我国,《管理办法》第5条将私募股权众筹平台界定为服务中介,实行风险自负、宽松准入、事后备案的监管制度。《指导意见》将股权众筹平台的法律地位规定为:其一,融资中介,股权众筹必须通过股权众筹融资中介机构平台(互联网网站或其他类似的电子媒介)进行;其二,信息中介,股权众筹

平台应当成为融资方的信息提供媒介。借鉴国外规制众筹平台的经验,笔者认为,我国不应简单地对众筹平台作“一刀切”式的规定,而应根据众筹平台从事的具体业务类型进行分类管理:对于传统证券经纪商,可以要求其在现有证券业务范围内开展众筹业务;对于无法获得证券营业许可的新型众筹平台,可以实行许可豁免,同时对其业务模式和范围作出一定限制。需要注意的是,立法不应当对后一类型的众筹平台设置过多限制,否则与其法律地位不相符合。比如,若要求新型众筹平台满足严格的资产标准等条件,将导致其丧失融资活力。

新型众筹平台在法律上应当享有充分的自由权,同时受到以下四个方面的规制:其一,满足基本的备案登记要求;若采取企业形式,应登记为相应的企业组织形态。其二,负担信息义务,包括勤勉义务和忠实义务。前者包括勤勉尽责,监督、督促投融资双方恪守约定,对融资项目进行必要的审核等;后者包括不得与融资项目存在关联利益,不得挪用融资资金等。其三,承担投资者教育职责。其四,负担减少欺诈风险的义务。众筹平台应当负担何种程度的反欺诈义务?其责任形态是过错责任还是严格责任?对此,各国立法规定不一,学界存在广泛的争议。笔者认为,众筹平台具有信息媒介属性,其并不直接涉足资金与证券事务,要求其承担善良管理人的注意义务即可,因此,立法上对其课以责任时应与传统券商有所区别,采用过错责任原则为宜。

四、结论

基于我国金融管制的价值取向,目前实践中的股权众筹并非真正意义上的众筹融资。传统证券法对公募与私募进行区分规制并不契合股权众筹业务的特性,由此产生了规则设置上及实际运行中的诸多乱象。股权众筹的正当性不在于其公开性,而在于其微金融特性,因此,立法上应当承认股权众筹的公募基础,对股权众筹的限制与松绑都应当建立在关于小额融资的理论基础上。传统融资制度下初创企业融资难是股权众筹制度产生的现实基础,股权众筹制度实施中出现的融资欺诈、投资者利益保护不足、信息不对称等问题并不能抵销该制度带来的社会利益增长的正面效应,我国应在承认股权众筹的基础上对其进行自由化改革,在立法上设定相应的核准豁免或注册豁免规则。与此相适应,我国未

来的股权众筹制度应当设定合格投资者的标准及众筹发行主体的资格限制,在豁免融资程序的同时强化对融资者行为的事中、事后监管,在承认众筹平台多样化与自治性的基础上进行分类管理。

注释

①Lindsay Sherwood Fouse. *The Crowdfunding Act: A New Frontier*, 16 Duq. Bus. L.J. 21, 2013, p. 22.②Sharon Yamen & Yoel Goldeder. *Equity Crowdfunding—A Wolf In Sheep's Clothing: The Implications of Crowdfunding Legislation Under The Jobs Act*, 11 B.Y.U. Int'l L. & Mgmt. Rev. 41, 2015, p. 41.③根据壹零财经网 2015 年 7 月 27 日发布的《中国众筹服务行业发展简报》,截至 2015 年 6 月 30 日,国内累计上线的互联网众筹平台共有 198 家,其中 35 家倒闭或无运营迹象,11 家转型不再涉及众筹业务。④参见《“全国首例众筹融资案”一审宣判》,《人民法院报》2015 年 9 月 16 日。⑤参见钟辉:《国务院常务会议首提“股权众筹试点”》,《21 世纪经济报道》2014 年 11 月 20 日。⑥参见刘俊海:《现代证券法》,法律出版社,2011 年,第 50 页。⑦⑧⑨Zachary J. Griffin. *Crowdfunding: Fleecing the American Masses*, 4 Case W. Reserve J.L. Tech. & Internet 375, 2013, p. 381,382, 387.⑩USC 15 § 77c (a) (11).⑪⑫USC 17 § 230. 251, 505.⑬USC 17 § 230. 504.该条款规定的发行豁免不适用于股权众筹,其对公开劝诱和广告设定的一般性机制与众筹的基本属性相悖。⑭SEC v. Ralston Purina Co., 346 U.S., p. 124.⑮⑯Robert B. Thompson & Donald C. Langevoort. *Redrawing the Public-Private Boundaries in Entrepreneurial Capital Raising*, 98 CORNELL L. REV. 1573, 2013, p. 1610, 1605.⑰⑱The JOBS ACT: Importance of Prompt Implementation for Entrepreneurs, Capital Formation, and Job Creation, <https://oversight.house.gov/hearing/the-jobs-act-importance-of-prompt-implementation-for-entrepreneurs-capital-formation-and-job-creation/>, 2012-09-13.⑲⑳Crowdfunding: Connecting Investors and Job Creators: Hearing Before the Subcomm. on TARP, Fin. Servs. and Bailouts of Pub. And Private Programs of the H. Comm. on Oversight and Gov. Reform, 112th Cong. 1 (2011), <http://oversight.house.gov/wp-content/uploads/2012/06/9-15-11-Subcommittee-on-Tarp-Financial-Services-Hearing-Transcript.pdf>, 2011-09-15.㉑Constance Z. Wagner. *Securities Fraud in Cyberspace: Reaching the Outer Limits of the Federal Securities Laws*, 80 NEB. L. REV. 920, 2001, p. 922.㉒㉓㉔C. Steven Bradford. *Crowdfunding and the Federal Securities Laws*, 12 COLUM. BUS. L. REV. 1, 2012, p.142, 108, 45, 123.㉕U.S. Gov't. Accountability Office, *Small Business: Efforts to Facilitate Equity Capital Formation* 19 (2000), <http://www.gao.gov/archive/2000/gg00190.pdf>, 2000-09-29.㉖Louis Loss & Joel Seligman. *Fundamentals Of Securities Regulation*. Aspen Publishers, 2004, pp. 28-30.㉗Marlene Y. Satter. *Crowdfunding Bill Paves Way For Fraud: NASAA, ADVISORONE*, <http://www.thinkadvisor.com/?sreturn=1462753944>, 2011-10-28.㉘Gmeleen Faye B. Tombo. *The Lemons Problem in Crowdfunding*, 30 J. Marshall J. Info. Tech. & Privacy L. 253, 2013, p. 253.㉙Joan MacLeod Heminway & Shelden Ryan Hoffman. *Proceed at Your Peril: Crowdfunding and the Securities Act of 1933*, 78 TENN. L. REV. 879, 2011, p. 936.㉚The World Bank. *Crowdfunding's Potential for the Developing World*, <http://www.infodev.org>, 2013-10-24.㉛Andrew Ackerman & Angus Loten. *SEC Moves Ahead with 'Crowdfunding' Proposal*, Wall St. J. Oct.23, 2013, p. 268.㉜See the United Nations. *Building Inclusive Financial Sectors for Development*, <http://www.un.org>, 2006-05-08.㉝15 U.S.C. § 77d(a) (6) (B).㉞COBS § 4.12.6R.㉟㊱㊲Garry Gabison. *Equity Crowdfunding: All regulated but not Equal*, 13 DePaul Bus. & Com. L.J. 359, 2015, p. 373, 367, 367, 373.㊳参见《2014 年国民经济和社会发展统计公报》,国家统计局网站, http://www.stats.gov.cn/tjsj/zxfb/201502/t20150226_685799.html, 2015 年 2 月 26 日。㊴参见《2013 中国区域金融运行报告》,中国人民银行网站, http://www.financial-news.com.cn/sj_142/jrsj/201406/t20140626_58320.html, 2014 年 6 月 26 日。㊵Crowdfunding Proposed Rules, Securities Act Release No. 9470, Exchange Act Release No. 70741, 78 Fed. Re. 66.㊶The Prospectus Regulations 2011, S.I. 2011/1668.㊷Sec. 3. (4) (A), Securities Exchange Act of 1934.㊸JOBS Act § 304(b).㊹参见张继红:《英国股权众筹监管规则评介及其对中国的启示——以投资者保护为主要视角》,王卫国编:《金融法学家》第 6 辑,中国政法大学出版社,2015 年,第 284 页。

责任编辑:邓 林

On Protection of Investors in Equity Crowdfunding: Path, Basis and System Construction

Liu Bin

Abstract: Different with the micro-finance basis of foreign equity crowdfunding system, the regulators in China still focused on the distinguish supervision of public and private offerings, which has caused wrong recognition and chaos in practice. The legitimacy of equity crowdfunding should be based on the nature of micro finance rather than the nature of publicity. The financing difficulty involved in the start-ups in traditional financing system has laid practical foundation for equity crowdfunding system which was characterized by easy pre-event regulation and approval and registration exemption. The implementation of equity crowdfunding system has brought more social benefits than bad problems such as security fraud and information asymmetry. China should construct the qualified investor protection mechanism based on the reform of equity crowdfunding liberalization, including the qualified investor standard, qualification of the equity crowdfunding subject, regulation of the investors' behavior, and classified management of the crowdfunding portals which was based on its variety and autonomy.

Key words: equity crowdfunding; investor; fund raisers; crowdfunding portals; security fraud